

Autoreferat

Spis treści

1. Posiadane dyplomy, stopnie naukowe – z podaniem nazwy, miejsca i roku ich uzyskania oraz tytułu rozprawy doktorskiej.....	2
2. Kierunki rozwoju zainteresowań naukowych	2
2.1. Strategiczne ujęcie roli finansów	2
2.2. Zarządzanie strukturą kapitału	5
2.3. Polityka dywidend.....	6
3. Wskazanie osiągnięcia wynikającego z art. 16 ust. 2 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. nr 65, poz. 595 ze zm.).....	10
3.1. Uzasadnienie wyboru problematyki badawczej	10
3.2. Cele i hipotezy badawcze	12
3.3. Charakterystyka badań i zastosowanych metod	14
3.4. Struktura opracowania oraz wyniki badań	17
3.5. Wkład osiągnięcia w rozwój dyscypliny finanse.....	25
4. Omówienie pozostałych osiągnięć	26
4.1. Osiągnięcia naukowo-badawcze	26
4.2. Osiągnięcia w zakresie dorobku dydaktycznego i popularyzatorskiego oraz współpracy międzynarodowej.....	27

1. Posiadane dyplomy, stopnie naukowe – z podaniem nazwy, miejsca i roku ich uzyskania oraz tytułu rozprawy doktorskiej

Studia magisterskie ukończyłam na Wydziale Ekonomicznym Uniwersytetu Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie w 1995r. na kierunku Organizacja i Zarządzanie uzyskując tytuł zawodowy magistra. Praca magisterska została przygotowana pod tytułem „System oceny ekonomiczno-finansowej przedsiębiorstwa na przykładzie Fabryki Samochodów w Lublinie” (promotor dr hab. Piotr Karpuś, prof. nadzw. UMCS). W 1995r. uzyskałam dyplom uznania Rektora UMCS za bardzo dobre wyniki w nauce w czasie studiów (średnia 4,7).

W 2002r. na Wydziale Ekonomicznym UMCS miała miejsce obrona mojej pracy doktorskiej, zatytułowanej „Strategie finansowe spółek pracowniczych” (promotor: dr hab. Piotr Karpuś, prof. nadzw. UMCS). Praca ta stała się podstawą wydania w 2004r. monografii pt. Strategie finansowe spółek pracowniczych (wydawnictwo UMCS, Lublin, ss. 180, ISBN 83-227-2245-1). W 2003r. uzyskałam nagrodę Dziekana Wydziału Ekonomicznego za wyróżniający się przebieg obrony rozprawy doktorskiej.

Od 1996r. jestem zatrudniona na Wydziale Ekonomicznym UMCS Lublin.

W latach 1997-2002 zostało opublikowanych 16 opracowań mojego autorstwa lub współautorstwa, w tym 14 jako rozdziały w monografiach oraz 2 artykuły w czasopiśmie naukowych. Przeciętna liczba opracowań w przeliczeniu na jeden rok pracy wynosi 2,7. Ponadto aktywnie uczestniczyłam (fizyczna obecność na konferencji) w 9 konferencjach naukowych o zasięgu krajowym.

2. Kierunki rozwoju zainteresowań naukowych

Najbardziej ogólnie moje zainteresowania naukowe można opisać określeniem: finanse przedsiębiorstw. W tym szeroko zdefiniowanym obszarze można wyróżnić trzy cząstkowe nurty moich dociekań: strategiczne podejście do roli finansów, struktura kapitału, polityka dywidend. Są one nie tylko logicznie ze sobą powiązane, ale stanowią konsekwencję ewolucji moich zainteresowań.

2.1. Strategiczne ujęcie roli finansów

Najbardziej obszerne pole moich zainteresowań odnosi się do kwestii związanych ze strategicznym podejściem do roli sfery finansowej.

W nurcie strategicznej roli sfery finansowej podejmowane były zagadnienia nowatorskiej wówczas wartości dla akcjonariuszy jako celu działania podmiotu gospodarczego. W pierwszym etapie rozważań w tym obszarze zajmowałam się zagadnieniami związku między koncepcją zarządzania strategicznego a zarządzania wartością dla akcjonariuszy, zmianami w otoczeniu społeczno-gospodarczym przedsiębiorstw wpływających na zmiany w priorytetach działania przedsiębiorstw, kształtowania relacji między właścicielami i menedżerami, rozróżnienia celu właścicieli a celu działania przedsiębiorstwa, związków między efektami działania przedsiębiorstw a wartością rynkową. Te opracowania miały charakter głównie koncepcyjny, a zaliczyć do nich można w szczególności następujące:

- Strategia a zarządzanie przez wartość w: Rynek finansowy – instytucje, narzędzia, strategie, pod red P. Karpuś, J. Węclawski, Wyd UMCS Lublin, 2003r (współautor A. Wawryszak), s. 49-68,



- Cele właścicieli a cele przedsiębiorstwa w: *Annales UMCS, Sectio H Oeconomia*, Wyd UMCS Lublin 2006, s. 351-364,
- Wartość dla akcjonariuszy – wartość wytworzona a wartość zrealizowana w: *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka* pod red B. Bernaś, Wyd AE im O. Langego we Wrocławiu, Wrocław 2008, *Prace Naukowe AE Wrocław* nr 48, s. 913-920.

Wyniki badań prowadzonych w tym obszarze wskazały na rosnącą rolę wykorzystywania w zarządzaniu przedsiębiorstwem koncepcji zarządzania wartością przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy. Ta rosnąca rola wynikała ze zmian społeczno-gospodarczych zachodzących w otoczeniu. Zastosowanie koncepcji zarządzania wartością dla akcjonariuszy pociągać powinno za sobą zmiany w kształtowaniu relacji przedsiębiorstwa z otoczeniem, w tym przede wszystkim z klientami i właścicielami. Wykorzystanie tej koncepcji winno uwzględniać także interesy innych grup zaangażowanych w funkcjonowanie firmy, traktując je jako równie ważne z punktu widzenia zapewnienia ciągłości działania przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwo powinno też dokonać zmiany zasad organizacji działań wewnętrznych z uwzględnieniem łańcucha wartości i zarządzania procesowego.

Prowadzone badania wskazały, że nastawienie na wartość winno uwzględniać potrzebę budowania trwałych relacji ze wszystkimi podmiotami zaangażowanymi w funkcjonowanie przedsiębiorstwa przy jednoczesnym zachowaniu silnej pozycji rynkowej oraz efektywności działania. Wartość przedsiębiorstwa winna być kryterium oceny planowanych działań a nie celem działania.

Wyniki badań wskazywały również na potrzebę rozróżniania wytworzonej wartości dla akcjonariuszy i wartości rynkowej. Wartość dla akcjonariuszy wytworzona przez przedsiębiorstwa może być mierzona zyskiem rezydualnym lub przepływami pieniężnymi. Stanowi ona o fundamentach finansowych i zdolności do zachowania ciągłości działania. Podczas gdy wartość rynkowa jest wynikiem gry popytu i podaży na rynku kapitałowym i często nie odzwierciedla sytuacji finansowej podmiotu.

Zmiana nastawienia i priorytetów w działaniu przedsiębiorstwa powodowała, że szczególna rola winna być przypisana relacjom przedsiębiorstwa z otoczeniem i przekazywaniu przez firmę informacji o osiągniętych efektach i wytworzonej wartości. Badania w zakresie komunikowania osiągnięć zawarte są w szczególności w następujących opracowaniach:

- Sprawozdanie finansowe – niedoskonałe źródło informacji o sytuacji finansowej przedsiębiorstwa w: *Rynek finansowy. Szanse i zagrożenia*, pod red P. Karpuś, J. Węclawski, UMCS Lublin 2005, tom I, s. 139-150,
- Raportowanie wartości – komunikowanie wyników czy kształtowanie relacji z inwestorami w: *Annales UMCS, Sectio H Oeconomia XLI*, Wyd UMCS Lublin 2007, s. 317-330,
- Asymetria informacyjna. Potrzeba i znaczenie budowania relacji z inwestorami w procesie tworzenia wartości dla akcjonariuszy w: *Wartość i kapitał publicznych spółek akcyjnych*, pod red J. Duraj, *Acta Universitatis Lodzensis, Folia Oeconomica* 262, Wyd Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 115-124.

Wyniki badań prowadzonych w tym obszarze wskazywały, że ze względu na istniejącą asymetrię informacji oraz dążenie do odzwierciedlania wytworzonej wartości przedsiębiorstwa w kursie akcji ważne jest należyte komunikowanie osiągniętych efektów działania akcjonariuszom. Pozwala to również budować trwałe relacje z właścicielami. Wskazano, że sprawozdania finansowe były fałszowane w celu zaprezentowania akcjonariuszom lepszej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa niż w rzeczywistości. Ponadto

spółki w komunikowaniu z inwestorami przekazywały informacje, które prezentowały firmę w korzystniejszym świetle tworząc pozytywny jej obraz. Wiele firm również nie wypełniało obowiązków informacyjnych, co potwierdzają nakładane przez KNF kary za niewypełnienie lub nienależyte wypełnienie obowiązków informacyjnych. Takie zachowanie zwiększa asymetrię informacyjną. W efekcie dochodzić może do powstania rozbieżności między wytworzoną wartością a jej rynkową wyceną. Dochodzić może także do pogarszania warunków realizacji funkcji rynku finansowego (w tym: wyceny kapitału, mobilizacji i alokacji kapitału).

W ramach określania strategicznej roli finansów podejmowane były również zagadnienia związane ze znaczeniem polityki finansowej oraz rolą dyrektora finansowego. Do opracowań uwzględniających te kwestie zaliczyć można w szczególności:

- Polityka finansowa w zarządzaniu ryzykiem modeli biznesowych (współautor A. Wawryszuk-Misztal) w: *Finansowe uwarunkowania rozwoju organizacji gospodarczych. Ryzyko w rachunkowości i zarządzaniu finansami*, pod red. J. Turyna, J. Rak, Wyd Naukowe Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego, Warszawa 2013, s. 382-398,
- Duties of financial director from the board's perspective (współautor A. Wawryszuk-Misztal) w: *Human Capital without Borders: Knowledge and Learning for Quality of Life, Proceedings of the Management, Knowledge and Learning International Conference 2014, 25-27 June 2014, Portorož, Slovenia*, pp. 1479, p. 673-680.

Wskazano, że wdrażanie koncepcji zarządzania wartością dla akcjonariuszy wymaga zmiany roli polityki finansowej, która winna być traktowana jako równoważna (a nie jako podporządkowana) sferze realnej. Finanse w ujęciu tradycyjnym były podporządkowane sferze realnej i ograniczone do pozyskiwania źródeł finansowania. Jednak każda decyzja dotycząca sfery realnej ma swoje konsekwencje w przepływach pieniężnych. Z tego względu polityka finansowa winna odnosić się do formułowania celów w wymiarze finansowym oraz określania metod realizacji tych celów. Narzędzia polityki finansowej powinny być dostosowane do przyjętych celów oraz ogólnej strategii działania. Zmiana w podejściu do polityki finansowej winna zapewnić uwzględnianie w procesie decyzyjnym firmą wymiaru finansowego przewidywanych skutków decyzji i działań oraz ich wpływu na wyrażony wartościowo cel działania.

Również zmianie (wzmocnieniu) winna ulec rola dyrektora finansowego. Jednak pomimo deklarowanej potrzeby wzmocnienia roli i oddziaływania menedżera finansowego, jego rzeczywista rola nadal pozostaje ograniczona przede wszystkim do przygotowywania danych finansowych dla potrzeb procesu decyzyjnego, do pozyskiwania źródeł finansowania oraz do sporządzania sprawozdań finansowych.

Koncepcją, która winna być wdrażana z uwagi na umożliwienie powiązania zarządzania firmą z nowoczesnym ujęciem roli polityki finansowej jest koncepcja modelu biznesowego. Model biznesowy opisuje sposób, w jaki organizacja tworzy wartość dla klientów oraz zapewnia efektywność działania.

Kolejna grupa zagadnień związanych ze strategiczną rolą finansów odnosiła się do wykorzystywania instrumentów finansowych. Celem tych opracowań była identyfikacja możliwych do wykorzystania narzędzi finansowych oraz ocena ich dopasowania do strategii działania oraz ocena skuteczności ich zastosowania. Do opracowań ujmujących te kwestie zaliczyć można w szczególności:

- Teoria kosztów transakcyjnych a grupy zakupowe *Annales UMCS, Sectio H Oeconomia vol XLVI*, Wyd UMCS, Lublin 2012, s. 137-144,

- Wykorzystanie funduszy inwestycyjnych w zarządzaniu grupą kapitałową w: Instrumenty kształtowania dochodowości i rentowności przedsiębiorstwa, pod red. J. Duraj, Acta Universitatis Lodzensis, Folia Oeconomica 278, Wyd Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2013, s. 45-54,
- Hybrydowe instrumenty finansowania działalności rozwojowej przedsiębiorstw. Studium przypadku w: Zarządzanie finansami w przedsiębiorstwach i jednostkach samorządu terytorialnego, Zeszyty Naukowe Uniwersytet Szczeciński Nr 802, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia Nr 65, Wyd. Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2014, s. 843-852.

Wyniki badań w obszarze narzędzi finansowych wskazują na potrzebę wdrażania narzędzi finansowych, które winny być dopasowane do ogólnej strategii działania. Niewłaściwy dobór narzędzi finansowych może utrudnić realizację strategii ogólnej lub doprowadzić wręcz do wystąpienia trudności finansowych. Ale też jeśli strategia ogólna została sformułowana bez uwzględnienia uwarunkowań działania, to nawet zastosowanie odpowiednich narzędzi finansowych nie uchroni firmy przed trudnościami finansowymi.

2.2. Zarządzanie strukturą kapitału

Kolejny obszar moich zainteresowań naukowych dotyczył zagadnień dotyczących struktury kapitału oraz związku sposobu finansowania z osiąganymi efektami działania. Artykuły i badania poświęcone strukturze kapitału odnosiły się do zagadnień definiowania kapitału, zależności między sytuacją finansową a strukturą kapitału, związku wykorzystywanych kapitałów z ryzykiem działalności, związku między ryzykiem projektów gospodarczych a sposobami ich finansowania. W tym okresie przygotowałam również obszerne opracowanie stanowiące kompleksowe ujęcie opisywanych zagadnień (rozdział: Struktura kapitału w: Zarządzanie finansami przedsiębiorstw, pod red. P. Karpuś, Wyd. UMCS, Lublin 2006, s. 268-318). Do innych opracowań tego nurtu zaliczyć można w szczególności:

- Związek struktury kapitału z wynikami finansowymi w: Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka pod red. W. Pluta, Wyd AE im O. Langego we Wrocławiu, Wrocław 2006, Prace Naukowe AE Wrocław nr 1109, s. 726-736,
- Stosowane w przedsiębiorstwach rozwiązania w zakresie zarządzania kapitałem w: Współczesne problemy finansów, bankowości i ubezpieczeń w teorii i praktyce, pod red. K. Znanieckiej, wyd. AE Katowice im. K. Adamieckiego, Katowice 2006, Prace Naukowe AE Katowice, s. 341-350,
- Potencjał kapitałowy spółek pracowniczych (współautor: Adam Pietras) w: Społeczna odpowiedzialność w biznesie, pod red. M. Bojar, Wyd. Politechniki Lubelskiej, Lublin 2007, s. 284-296.

Wyniki badań prowadzonych w nurcie struktury kapitału wskazały na potrzebę kształtowania struktury kapitału ale też kształtowania poziomu wykorzystywanego kapitału (rozumianego jako suma kapitałów własnych i odsetkowych kapitałów obcych długo- i krótkoterminowych). Ważna jest też efektywność wykorzystywanego kapitału. Zagadnienia zarządzania kapitałem są związane z koncepcją zarządzania wartością dla akcjonariuszy. Tworzenie wartości dla akcjonariuszy ma miejsce wówczas, gdy rentowność kapitału jest wyższa niż oczekiwana przez nich stopa zwrotu (koszt kapitału).

Z przeprowadzonych badań wynika, że w polskich przedsiębiorstwach kapitały odgrywają istotną rolę w finansowaniu majątku. Wartość kapitałów w całości pokrywała aktywa trwałe co pozwala zapewnić zachowanie bezpiecznej struktury finansowania. W strukturze kapitałów widoczna była większa rola kapitałów własnych.

Znaczący udział kapitałów własnych wskazuje, że firmy polskie stosowały bezpieczną politykę finansowania. Mogło to stanowić czynnik zabezpieczający polskie firmy przed wpływem światowego kryzysu finansowego. Badane branże (rolnictwo, przemysł, budownictwo, handel, transport) charakteryzowały się podobnymi kierunkami zmian badanych wielkości: wzrost przeciętnego poziomu kapitału własnego, stabilizacja relacji kapitałów własnych do pasywów ogółem, stabilizacja relacji kapitałów własnych do aktywów trwałych, spadek udziału kapitałów podstawowych w kapitałach własnych oraz wzrost udziału kapitałów zapasowych w kapitałach własnych. Międzybranżowe porównania wskazują jednak na występowanie zróżnicowania w poziomie analizowanych wskaźników, co może być wyjaśniane specyfiką branżową.

Badania dotyczące zasobu i struktury kapitału przeprowadzono również w grupie spółek pracowniczych powstałych w związku z prywatyzacją przedsiębiorstw państwowych w trybie oddania mienia Skarbu Państwa do odpłatnego korzystania. Wyniki tych badań wskazały, że pomimo początkowo mniejszego zaangażowania kapitałów własnych w finansowanie majątku, firmy te wraz z upływem czasu dążą do zapewnienia zwiększenia jego roli. Jednocześnie zmniejsza się znaczenie zobowiązań odsetkowych. W całym badanym okresie aktywa trwale finansowane były kapitałami stałymi, co wskazuje na stosowanie bezpiecznej strategii finansowania (podobnie jak i przez większość podmiotów gospodarki ogółem).

Badania nad komunikowaniem wytworzonej wartości przedsiębiorstwa oraz strukturą kapitału doprowadziły do zainteresowania się zagadnieniami wypłat gotówkowych na rzecz właścicieli (polityka dywidend).

2.3. Polityka dywidend

Polityka dywidend, stanowiąca kolejny nurt oraz etap zainteresowań, wiąże się z jednej strony ze strukturą kapitału ale też stanowi element relacji inwestorskich (komunikowania z akcjonariuszami).

Zainteresowania polityką dywidend znalazły wyraz w publikacjach, w których poddane analizie zostały możliwości objaśnienia fenomenu wypłaty dywidend zarówno teoriami polityki dywidend, ale też teoriami struktury kapitału oraz teoriami finansów behawioralnych. Politykę dywidend w publikowanych artykułach wiązałam także z innymi formami transferu wyników na rzecz akcjonariuszy (dywidenda rzeczowa, wykupy akcji własnych), z zagadnieniami kształtowania relacji inwestorskich oraz związkami z sytuacją finansową. W ramach tego obszaru zainteresowań przygotowałam również obszerne opracowanie stanowiące kompleksowe ujęcie opisywanych zagadnień (rozdział: Polityka dywidend w: Zarządzanie finansami przedsiębiorstw, pod red. P. Karpuś, Wyd. UMCS, Lublin 2006, s. 319-344). Do innych opracowań tego nurtu zaliczyć można w szczególności:

- Podział wyniku finansowego – dochód stawiany do dyspozycji właścicieli a dochód należny właścicielom w: Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka pod red B. Bernaś, Wyd AE im O. Langego we Wrocławiu, Wrocław 2008, Prace Naukowe AE Wrocław nr 1200, s. 607-614,
- Rentowność i płynność finansowa a wypłaty dywidend gotówkowych w: Finanse przedsiębiorstw pod red A. Kopiński, Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 98, Wrocław 2010, ss. 397-403,
- Wyjaśnienie wypłat dywidend w oparciu o teorie substytucji i hierarchii źródeł finansowania w świetle badań w: Współczesne finanse. Stan i perspektywy rozwoju

finansów przedsiębiorstw i ubezpieczeń, pod red. B. Kołosowska, Wydawnictwo Naukowe UMK, Toruń 2008, s. 247-256.

Wyniki badań prowadzonych w nurcie polityki dywidend wskazywały na możliwość wykorzystania wypłaty dywidendy jako sposobu transferu informacji o wytworzonej przez przedsiębiorstwo wartości, ale też transferu wytworzonej wartości na rzecz akcjonariuszy. Przez to dywidendy posiadają zawartość informacyjną, która może być wykorzystywana do budowania relacji spółki z właścicielami.

Z prowadzonych badań wynikało, że wypłacana dywidendy była częścią zysku netto, ale przekraczała wartość wypracowanych nadwyżek pieniężnych na rzecz akcjonariuszy (FCFE). Dotyczyło to w szczególności badanych spółek pracowniczych, w których wypłacana dywidenda była nawet wyższa od oczekiwań właścicieli (wyznaczonych kosztem kapitału własnego). Oznaczało to, że właściciele odzyskiwali koszt zaangażowanego kapitału ale też uczestniczyli w przejmowaniu nadwyżki finansowej wytworzonej przez przedsiębiorstwo.

Na podstawie wyników przeprowadzonych badań można też stwierdzić, że nie występował związek między płynnością finansową i rentownością a współczynnikiem wypłat dywidend. Płynność i rentowność nie wpływały też na poziom wypłacanej dywidendy. Natomiast wyraźny był związek między poziomem zysku netto a poziomem dywidendy oraz między poziomem gotówki pozostającej do dyspozycji podmiotów gospodarczych a poziomem dywidendy wypłacanej na rzecz akcjonariuszy.

Wyniki badań teoretycznych dotyczących wykorzystania teorii struktury kapitału do objaśnienia wypłat dywidend wskazały, że objaśnienie wypłat dywidend na bazie teorii substytucji oraz hierarchii źródeł finansowania zakłada występowanie związku z zyskiem netto (dodatni związek) oraz wielkością nakładów inwestycyjnych (ujemny związek). Badania empiryczne pozwoliły stwierdzić, że dla badanej próby nie występował związek między inwestycjami i dywidendą. Natomiast występował średni dodatni związek między zyskiem netto a dywidendą. Pozwoliło to potwierdzić w części (dotyczącej związku zysku netto i dywidendy) teorie substytucji i hierarchii źródeł finansowania w odniesieniu do decyzji o wypłacie dywidendy.

W ramach nurtu zainteresowań dywidendami powstał cykl artykułów odnoszących się do polityki dywidend w oparciu o spójne badania empiryczne. Przeprowadzono również badania ankietowe wśród menedżerów spółek mające na celu zidentyfikowanie opinii dyrektorów finansowych na temat wypłat dywidend. Celem pomocniczym było zidentyfikowanie teorii, która pozwoliłaby wyjaśnić przyczyny wypłat dywidend. Cykl artykułów obejmuje w szczególności następujące publikacje:

- Teoria agencji a polityka dywidend w opinii menedżerów finansowych w: Determinanty wzrostu wartości przedsiębiorstwa, pod red. E. Urbańczyk, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 578, Finanse, Rynki finansowe, Ubezpieczenia nr 24- Zeszytach Naukowych. Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia" Wydawnictwa Uniwersytetu Szczecińskiego Szczecin 2009, ss. 465-474,
- Teoria sygnalizacji dywidend w opinii menedżerów finansowych w: Kierunki zmian w finansach przedsiębiorstwa, pod red J. Sobiech, Zeszyty Naukowe nr 142, Wyd Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań 2010, ss. 627-637,
- Polityka dywidend w świetle teorii finansów behawioralnych w: Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka, pod red B. Bernaś, A. Kopiński, Prace Naukowe UE we Wrocławiu nr 158, Wyd. UE we Wrocławiu, Wrocław 2011, ss. 460-467.

Wyniki badań prowadzonych w cyklu opracowań dotyczących polityki dywidend pozwoliły na zaprezentowanie nowego ujęcia i klasyfikacji teorii polityki dywidend. W literaturze przedmiotu polityka dywidend i teorie polityki dywidend są głównie prezentowane z uwzględnieniem wpływu dywidend na wartość przedsiębiorstwa (wartość rynkową). Podejście to nie pozwala na wyjaśnienie zagadki dywidend („dividend puzzle”) oraz zidentyfikowanie przyczyn wypłat dywidend. Zaproponowana przeze mnie w cyklu artykułów klasyfikacja teorii polityki dywidend umożliwia uwzględniać także te teorie polityki dywidend, które nie wiążą wypłat dywidend z oddziaływaniem na kurs akcji (wartość firmy). Do teorii tych można zaliczyć również te wykorzystujące osiągnięcia finansów behawioralnych.

Wyniki badań empirycznych pozwoliły na ocenę sposobu postrzegania wypłat dywidend przez dyrektorów finansowych. Na podstawie przeprowadzonych badań empirycznych możliwe było stwierdzenie, że badani menedżerowie finansowi byli niechętni wypłacaniu dywidend. Wypłaty dywidend były realizowane, w opinii menedżerów, z uwagi na preferencje i potrzeby właścicieli. Można też stwierdzić, że menedżerowie badanych podmiotów starali się wykorzystywać wypłaty dywidend do sygnalizowania dobrej kondycji finansowej podmiotu gospodarczego oraz budowania pozytywnego wizerunku spółki. Menedżerowie są świadomi wpływu dywidend na kursy akcji. Brak było jednak ze strony menedżerów inicjatywy i aktywnych działań nakierowanych na oddziaływanie na kursy akcji przy wykorzystaniu dywidendy.

Wyniki badań pozwoliły znaleźć częściowe potwierdzenie dla teorii klienteli, agencji oraz sygnalizowania.

Uzupełnieniem zagadnień dotyczących polityki dywidend stały się zagadnienia dotyczące skupu akcji własnych (*buy back, share repurchase*). Celem prowadzonych w tym obszarze badań było zidentyfikowanie czy w Polsce następuje zastępowanie dywidend wykupami akcji, jakie mogą być przesłanki i skutki wykupów akcji, oraz jaka jest sytuacja finansowa podmiotów realizujących wykupy akcji. Opracowania dotyczące tych zagadnień to m.in.:

- Wykupy akcji. Alternatywa czy uzupełnienie wypłat dywidend w Finanse w niestabilnym otoczeniu – dylematy i wyzwania. Finanse przedsiębiorstw, pod red. H. Zadora, G. Łukasik, Zeszyty Naukowe Wydziałowe nr 107, Studia Ekonomiczne UE w Katowicach, Wyd UE Katowice, Katowice 2012, ss. 129-136,
- Rentowność i płynność a dywidendy i wykupy akcji w: Zarządzanie i Finanse, Journal of Management and Finance (w latach 2003-2011 czasopismo ukazywało się pod tytułem Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego), vol 11, no. 2 part 2, Wyd Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2013, ss. 31-42,
- Wykupy akcji i dywidenda jako metody obrony przed wrogim przejęciem w: Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu nr 326, Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka, pod red. A. Kopiński, A. Bem, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław 2014, ss. 336-343.

Wyniki badań prowadzonych w zakresie wykupów akcji wskazały na rosnące zainteresowanie polskich podmiotów gospodarczych wykupami akcji własnych. Nie można jednak stwierdzić malejących wypłat dywidend i zastępowania dywidend wykupami akcji. Badania pozwoliły zidentyfikować szereg przyczyn, dla których wykupy akcji były realizowane (w tym przede wszystkim: sygnalizowanie niedowartościowania spółki oraz przekazanie nadwyżkowych przepływów pieniężnych). Firmy publikując decyzję o wykupie

akcji niechętnie wskazywały przyczyny dla których ma być realizowany program skupu akcji. Najczęściej deklarowaną przez firmy przesłanką podjęcia się wykupów akcji było ich przeznaczenie pracownikom w ramach programów motywacyjnych. Jednak sytuacja finansowa (rentowność i płynność finansowa) podmiotów, które wdrożyły programy motywacyjne w oparciu o wykupione akcje nie uległa poprawie. Pozwoliło to stwierdzić, że motywowanie pracowników akcjami firmy nie stanowi wystarczająco skutecznego narzędzia zarządzania finansami.

Prowadzone badania wskazały też, że spółki stosujące wykup akcji własnych charakteryzowały się relatywnie niższym poziomem płynności finansowej i rentowności w stosunku zarówno do przeciętnej dla spółek z branży jak i w stosunku do spółek wypłacających dywidendę. Uznano wówczas, że transfer gotówki nie jest najważniejszą przyczyną, dla której badane spółki dokonują wykupu akcji własnych. Możliwe, że spółki te dokonywały wykupu akcji w celu poprawy wskaźników giełdowych oraz zmniejszenia liczby akcji w obiegu i doprowadzenia do stabilizacji kursu akcji.

Dalsze badania w zakresie sygnalizacji niedowartościowania spółki skupującej akcje własne z uwzględnieniem cyklu życia firmy pozwoliły stwierdzić, że firmy młode (zgłaszające większe zapotrzebowanie na finansowanie rozwoju) rzadziej realizowały wykupy akcji w porównaniu do firm dojrzałych (wykazujących mniejsze potrzeby inwestycyjne i większe zasoby środków pieniężnych). Ponadto większy odsetek młodych firm skupujących akcje własne charakteryzował się niedowartościowaniem w porównaniu do firm dojrzałych skupujących akcje własne.

W wielu opracowaniach, już od 2009 roku, odnosiłam się do kwestii finansów behawioralnych. Inspiracją do podjęcia tematyki psychologii w finansach były dostrzeżone różnice w decyzjach menedżerów w porównaniu do założeń teorii finansów przedsiębiorstw. Dostrzeżenie tych rozbieżności zainspirowało autorkę do poszukiwania ich przyczyn. Możliwość objaśnienia tych rozbieżności oferuje psychologia poznawcza oraz finanse behawioralne. Zagadnienia dotyczące finansów behawioralnych stały się już od 2009 roku elementem moich zainteresowań naukowych. Do opracowań, w których uwzględniałam zagadnienia finansów publicznych zaliczyć można następujące:

- Polityka dywidend w świetle teorii finansów behawioralnych w: Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka, pod red B. Bernaś, A. Kopiński, Prace Naukowe UE we Wrocławiu nr 158, Wyd. UE we Wrocławiu, Wrocław 2011, ss. 460-467,
- Testowanie teorii objaśniających politykę dywidend, Annales UMCS, Sectio H Oeconomia vol XLV, Wyd. UMCS, Lublin 2011, ss. 141-150,
- Asymetria informacyjna. Potrzeba i znaczenie budowania relacji z inwestorami w procesie tworzenia wartości dla akcjonariuszy w: Wartość i kapitał publicznych spółek akcyjnych, pod red J. Duraj, Acta Universitatis Lodzensis, Folia Oeconomica 262, Wyd Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 115-124,
- Trading Stocks on Inside Information (współautor Kamil Mazurkiewicz) w: Managing Intellectual Capital and Innovation for Sustainable and Inclusive Society Proceedings of the MakeLearn and TIIM Joint International Conference 27–29 May 2015, Bari, Italy, pp. 173-179.

Wyniki badań prowadzonych w zakresie finansów behawioralnych wskazały, że w wielu przypadkach finanse behawioralne mogą lepiej objaśniać rzeczywistość niż teorie finansów sformułowane dla założeń neoklasycznych.

Kontynuacją a jednocześnie rozwinięciem zainteresowań w zakresie zastosowań psychologii w decyzjach finansowych stało się opracowanie koncepcji i przeprowadzenie badań w zakresie nadmiernej pewności siebie w decyzjach finansowych podmiotów gospodarczych.

Podsumowując mój dorobek, warto podkreślić osiągnięcia na rzecz rozwoju dyscypliny finanse a związane ze szczegółowym rozpoznaniem stanu wiedzy i dokonaniem przeglądu badań w obszarze wartości dla akcjonariuszy, roli polityki finansowej i dyrektora finansowego, struktury kapitału, polityki dywidend, wykupów akcji i finansów behawioralnych. Mój wkład to także badania związane z poszukiwaniem zależności między różnymi miarami efektów działania a decyzjami dotyczącymi struktury kapitału, wypłat dywidend, wykupu akcji czy oddziaływania czynników psychologicznych. Dokonałam również przeglądu dotychczasowej wiedzy w zakresie teorii polityki dywidend i prezentacji nowej systematyzacji tych teorii z uwzględnieniem teorii, które wykraczają poza badanie związku między polityką dywidend a wartością firmy. Podjęłam się również badań mających na celu identyfikację opinii dyrektorów finansowych na temat wypłat dywidend. Wielokrotnie w swoich badaniach podejmowałam tematykę rzadko poruszaną (np. rola dyrektora finansowego). Warto też podkreślić ewolucję moich zainteresowań stanowiącą logicznie powiązany ze sobą ciąg tematów badawczych, które stanowi o różnorodności ale też i aktualności problemów badawczych. Rozwój zainteresowań naukowych znacząco wykraczał poza obszar badawczy przyjęty do pracy doktorskiej. W wielu moich opracowaniach znajdują się elementy nowatorskie wnoszące wkład w zdobywanie nowej wiedzy.

3. Wskazanie osiągnięcia wynikającego z art. 16 ust. 2 ustawy z dnia 14 marca 2003 r. o stopniach naukowych i tytule naukowym oraz o stopniach i tytule w zakresie sztuki (Dz. U. nr 65, poz. 595 ze zm.)

Dziełem stanowiącym osiągnięcie jest opracowanie „Decyzje finansowe w warunkach nadmiernej pewności siebie menedżerów” wydana w 2016 przez Wydawnictwo Naukowe UMCS, ISBN 978-83-7784-864-7. Monografia była recenzowana przez prof. dr hab. Gabriłę Łukasik (Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach) oraz dr hab. Tomasza Słońskiego, prof. Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu.

Tematyka przedkładanego opracowania dotyczy zastosowania osiągnięć psychologii poznawczej (kognitywnej) w finansach przedsiębiorstw. Finanse behawioralne stały się w ostatnich latach podejściem pozwalającym lepiej niż neoklasyczne teorie finansów wyjaśnić rzeczywistość gospodarczą.

3.1. Uzasadnienie wyboru problematyki badawczej

Od lat 50. XX wieku rozwija się zainteresowanie specyfiką procesów poznawczych decydentów (m. in. H. A. Simon). Jednak dopiero od lat 70-tych prowadzone są badania w zakresie związku z decyzjami finansowymi. Jednak dotychczasowe badania w dyscyplinie finanse w kontekście behawioralnych aspektów odnoszą się głównie do wskazywania znaczenia i wpływu czynników psychologicznych w procesach inwestycyjnych inwestorów giełdowych. Badania te uwzględniają osiągnięcia D. Kahnemana i A. Tversky'ego.

Dopiero od kilkunastu lat prowadzone są badania odnoszące się do uwzględniania czynników psychologicznych procesu poznawczego (kognitywnego) menedżerów w

zarządzaniu przedsiębiorstwem. Prowadzone badania jeśli już dotyczą nadmiernej pewności siebie w procesie zarządzania podmiotem gospodarczym, to dotyczą wyłącznie menedżerów zarządzających firmami w Stanach Zjednoczonych. Jest niewiele badań dotyczących firm spoza Stanów Zjednoczonych. Dodatkowo niewiele z tych badań dotyczy skutków decyzji w kontekście sytuacji finansowej przedsiębiorstwa; większość badań prowadzona jest na spółkach publicznych i koncentruje się na konsekwencjach w postaci kursu giełdowego akcji.

Nadmierna pewność siebie jest jednym ze zidentyfikowanych zakłóceń procesu poznawczego; zjawiskiem związanym z osiągnięciami psychologii poznawczej i wykorzystywanymi w finansach (finanse behawioralne). Nadmierną pewnością siebie można objasnić większość anomalii rynku kapitałowego. Inną z przyczyn, dla której nadmierna pewność siebie jest istotną cechą procesu poznawczego, jest to, że stanowi czynnik wzmacniający działanie innych ograniczeń procesu poznawczego.

Nadmierna pewność siebie jest postrzegana jako zjawisko negatywne będące przyczyną wielu niepowodzeń i katastrof. W prowadzeniu działalności gospodarczej nadmiernej pewności siebie przypisuje się m.in.: niepowodzenia we wprowadzeniu nowego produktu na rynek, przetrwaniu nowozałożonej firmy. Nadmiernej pewności siebie przypisuje się też prezentowanie nadmiernie optymistycznych prognoz oraz fałszowanie sprawozdań finansowych. A jednocześnie od menedżerów oczekuje się zdecydowania i szybkiej reakcji na zmieniające się warunki prowadzenia działalności, które z natury charakteryzują się niepewnością, niepełną informacją i ryzykiem.

Analiza literatury, zarówno w zakresie ekonomicznych teorii przedsiębiorstwa, zarządzania i psychologii, jak i obserwacja rzeczywistości gospodarczej potwierdziły, że specyficzne cechy menedżera mają związek z podejmowanymi decyzjami i skutkami decyzji. Możliwe jest zatem stwierdzenie zasadności prowadzenia badań w zakresie związku między cechami specyficznymi decydenta a efektami działań.

Dzięki wykorzystaniu dorobku psychologii poznawczej w dziedzinie finansów przedsiębiorstwa możliwe stało się rozwijanie nauki finansów poprzez poszerzenie kontekstu badawczego oraz wykorzystanie osiągnięć psychologii i nauk o zarządzaniu. Możliwe też było wyjście poza neoklasyczne założenia oraz alternatywną ekonomiczną teorię przedsiębiorstwa koncentrującą się na relacji właściciel – zarządzający. Wypełniona też została luka w dotychczasowych badaniach w zakresie finansów behawioralnych (*Behavioral Corporate Finance*).

Na potrzeby niniejszego opracowania obszar badawczy ograniczony został do badań w zakresie nadmiernej pewności siebie. Badania dotyczące nadmiernej pewności siebie były prowadzone przy uwzględnieniu konieczności zidentyfikowania:

- poglądów, postaw i nastawienia menedżerów wykazujących nadmierną pewność siebie oraz
- decyzji i zachowań menedżerów wykazujących nadmierną pewność siebie.

Powyższe rozróżnienie jest istotne, bowiem nie zawsze deklarowane nastawienie (poziom deklaracyjny) przekłada się na rzeczywiste zachowania (poziom realizacyjny).

Przeprowadzone badania dotyczyły decyzji finansowych (dotyczących finansowania i inwestowania). Ponadto zbadane zostały efekty finansowe tych decyzji (płynność i rentowność). Celowo używane jest pojęcie decyzje finansowe a nie strategię finansowe. Pojęcie strategia odnosi się do przemyślanych celowych działań i aktywności zachodzących w

interakcji ze środowiskiem, w którym działa przedsiębiorstwo, z uświadomionymi możliwymi konsekwencjami podjętych decyzji i zrealizowanych działań. W sytuacji uwzględniania czynników behawioralnych racjonalność obiektywna zostaje wykluczona, a przez to nie występuje możliwość przyjęcia założenia strategicznego podejścia menedżerów.

3.2. Cele i hipotezy badawcze

Podstawowy problemem badawczy został określony pytaniem: czy występuje związek specyficznej cechy procesu poznawczego jaką jest nadmierna pewność siebie z podejmowanymi decyzjami finansowymi (głównie inwestowanie i finansowanie) oraz ich skutkami, a jeśli tak to w jakim kierunku modyfikuje te decyzje oraz ich skutki. Innym problemem badawczym był sposób identyfikowania i mierzenia nadmiernej pewności siebie. Dla potrzeb tak sformułowanych problemów badawczych, zidentyfikowano szereg celów badawczych o charakterze poznawczym, metodologicznym, utylitarnym oraz normatywnym.

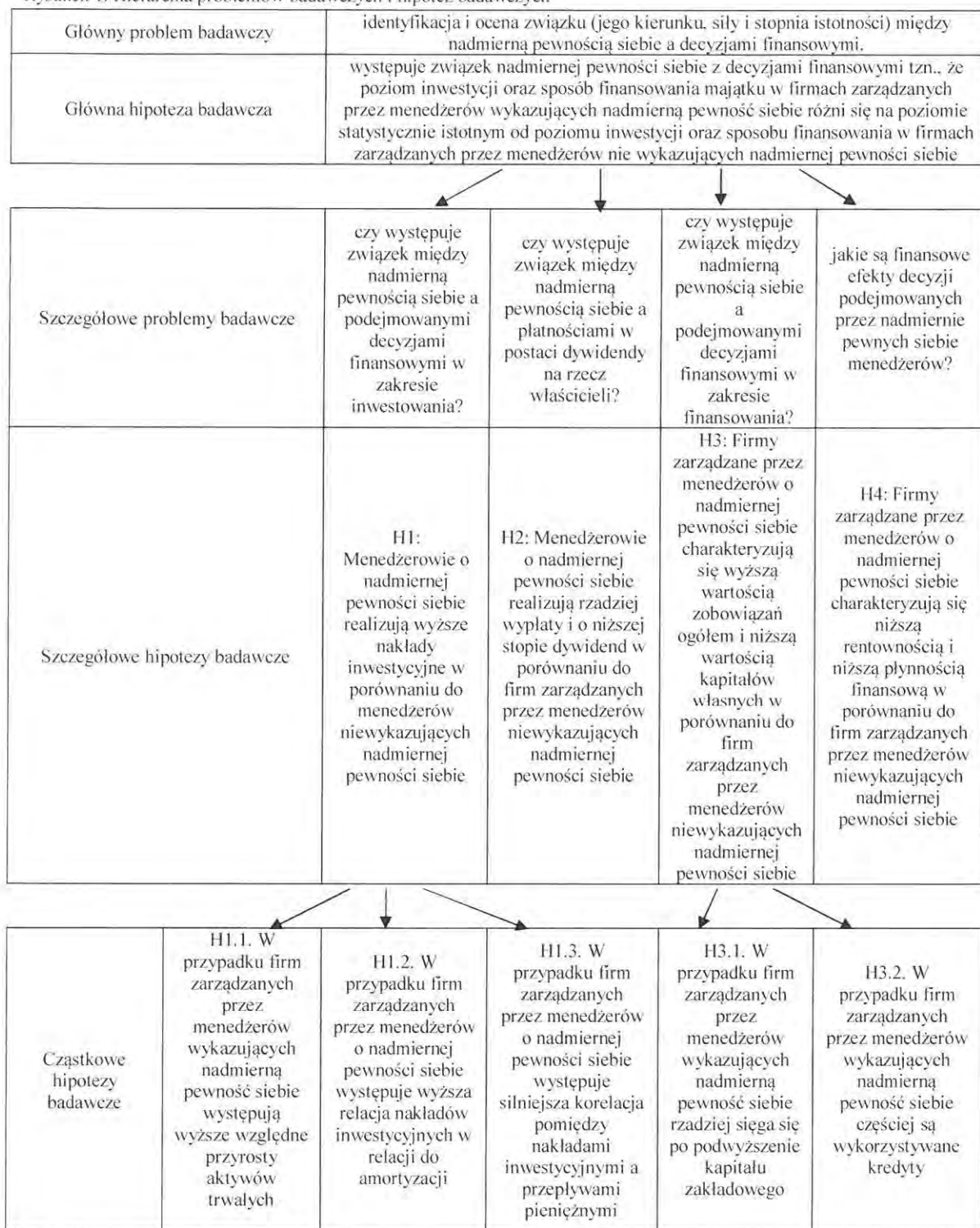
Podstawowym celem badawczym (o charakterze poznawczym) była identyfikacja i ocena związku (jego kierunku, siły i stopnia istotności) między nadmierną pewnością siebie a decyzjami finansowymi. **Hipotezę badawczą** można opisać następującym stwierdzeniem: występuje związek nadmiernej pewności siebie z decyzjami finansowymi tzn., że poziom inwestycji oraz sposób finansowania majątku w firmach zarządzanych przez menedżerów wykazujących nadmierną pewność siebie różni się na poziomie statystycznie istotnym od poziomu inwestycji oraz sposobu finansowania w firmach zarządzanych przez menedżerów nie wykazujących nadmiernej pewności siebie.

W ramach podstawowego celu badawczego o charakterze poznawczym wyodrębniono kilka szczegółowych problemów:

- czy występuje związek między nadmierną pewnością siebie a podejmowanymi decyzjami finansowymi w zakresie inwestowania?
- czy występuje związek między nadmierną pewnością siebie a płatnościami w postaci dywidendy na rzecz właścicieli?
- czy występuje związek między nadmierną pewnością siebie a podejmowanymi decyzjami finansowymi w zakresie finansowania?
- jakie są finansowe efekty decyzji podejmowanych przez nadmiernie pewnych siebie menedżerów?

Zidentyfikowanym szczegółowym problemom badawczym odpowiadają szczegółowe i cząstkowe hipotezy badawcze. Hierarchia problemów badawczych i hipotez badawczych została zaprezentowana na rysunku 1.

Rysunek 1. Hierarchia problemów badawczych i hipotez badawczych



Źródło: opracowanie własne.

Celem badawczym o charakterze metodologicznym była konstrukcja narzędzia pozwalającego identyfikować nadmierną pewność siebie oraz konstrukcja miary nadmiernej pewności siebie. Dzięki opracowaniu instrumentu identyfikującego oraz miary nadmiernej pewności siebie możliwe stało się grupowanie menedżerów w zależności od wykazywania nadmiernej pewności siebie. W procesie badań dokonana została również weryfikacja metody identyfikowania i mierzenia nadmiernej pewności siebie.

Podstawowym **celem badawczym o charakterze jednocześnie utylitarnym i normatywnym** było opracowanie modelowego ujęcia związku decyzji finansowych i ich skutków z nadmierną pewnością siebie menedżerów w firmach, w których menedżerowie wykazują nadmierną pewność siebie.

3.3. Charakterystyka badań i zastosowanych metod

Przedmiotem badań był związek nadmiernej pewności siebie z decyzjami finansowymi.

Podmiotem badań byli menedżerowie - osoby zarządzające podmiotami gospodarczymi (menedżerowie w przypadku spółek kapitałowych lub właściciele w przypadku spółek osobowych). Badania dla potrzeb przedkładanego opracowania przeprowadzone zostały na grupie menedżerów firm różnej wielkości – menedżerów spółek kapitałowych oraz współwłaścicieli spółek osobowych. Z takiego podejścia wynikały konsekwencje w postaci odmiennej roli menedżera w firmie (zakresu praw, obowiązków oraz odpowiedzialności). Inną jest rola współwłaściciela spółki osobowej zobowiązanego do prowadzenia bieżących spraw spółki, korzystającego z wypracowanych dochodów spółki, ale też ponoszącego pełną odpowiedzialność (nawet majątkiem prywatnym) za zobowiązania spółki; inna jest rola prezesa zatrudnionego przez właścicieli do prowadzenia spraw spółki w interesie i na rzecz właścicieli. Dodatkowo, punktem odniesienia wyników badań przeprowadzonych dla potrzeb przedkładanego opracowania były wnioski z badań dla menedżerów (*CEO, Chief Executive Officer*) podmiotów gospodarczych funkcjonujących w Stanach Zjednoczonych. Jednak w Stanach Zjednoczonych występuje odmienny system nadzoru korporacyjnego z odmienną rolą prezesa. Powyższe (odmienna rola osoby zarządzającej w różnych formach organizacyjno-prawnych, odmienna rola prezesa w różnych systemach nadzoru korporacyjnego) wskazywały na złożoność badanego problemu i jego wielowątkowość. Ale też uzasadniały posługiwanie się pojęciem „menedżer” (a nie prezes, czy współwłaściciel).

Badania służące realizacji celów badawczych przeprowadzone zostały na próbie 145 przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie papierów wartościowych. Próba charakteryzowała się dużym zróżnicowaniem zbadanych podmiotów (pod względem np. rodzaju działalności, wielkości firmy), ale też dużym zróżnicowaniem charakterystyk zbadanych menedżerów (pod względem np. wieku, stażu na stanowisku, wykształcenia, płci). Ze względu na to zróżnicowanie dostrzeżonych różnic w decyzjach finansowych i ich skutkach finansowych nie można było wyjaśnić specyfiką firmy (np. przynależnością branżową). Dawało to możliwość powiązania decyzji finansowych z nadmierną pewnością siebie menedżera.

Okres objęty badaniem dotyczył lat 2011-2014.

Badania zostały zaprojektowane w sposób umożliwiający rozwiązanie problemów badawczych. Na każdym etapie zostały zastosowane odmienne metody, które zapewniały z

jednej spójność badań, a z drugiej strony zastosowane metody umożliwiały osiągnięcie celów badawczych, rozwiązanie postawionych problemów badawczych, weryfikację hipotez i osiągnięcie założonych rezultatów.

Pierwszy etap badań obejmował obserwację rzeczywistości gospodarczej i przegląd literatury. Działania podjęte w tym etapie doprowadziły do zidentyfikowania luki w dotychczasowym stanie wiedzy i badaniach. Uzyskałam również potwierdzenie zasadności prowadzenia dalszych badań. Na podstawie przeglądu literatury możliwe też stało się stwierdzenie, że planowane badania są ważne dla dalszego rozwoju dyscypliny finansów i wpisują się w nurt finansów behawioralnych. W pierwszym etapie badań nastąpiło również sformułowanie głównego problemu badawczego o charakterze poznawczym oraz zarysowanie ogólnych ram dalszych badań.

W drugim etapie badań - pogłębionych badaniach teoretycznych – dokonałam szczegółowej identyfikacji wiedzy w zakresie badanego problemu (nadmiernej pewności siebie), dostrzegłam jego złożoność oraz zidentyfikowałam konsekwencje dla decyzji finansowych. W etapie tym dokonałam konceptualizacji pojęć, a w szczególności zdefiniowałam badane zjawiska (pojęcia) oraz określiłam relacje między nimi: za zmienne objaśniane przyjąłam decyzje w zakresie inwestowania i finansowania, a za zmienną objaśniającą przyjąłam nadmierną pewność siebie. Ważnym aspektem identyfikacji nadmiernej pewności siebie był fakt, że jest to zmienna latentna (ukryta), która może być zidentyfikowana tylko przy uwzględnieniu zmiennych obserwowalnych.

Drugi etap badań obejmował również instrumentalizację, czyli opracowanie instrumentu (kwestionariusza ankiety) mającego identyfikować nadmierną pewność siebie. Instrument ten został poddany badaniom pilotażowym mającym na celu ocenę jego rzetelności przy zastosowaniu Alfa Cronbacha. Pierwotnie współczynnik Alfa Cronbacha osiągnął wartość 0,505, co oznacza, że rzetelność była przeciętna, poniżej satysfakcjonującego poziomu. Usunięto więc pozycje, które rzetelność obniżają (korelują ujemnie z wynikiem ogólnym). Po tej modyfikacji rzetelność narzędzia wzrosła do zadowalającego poziomu (0,739) i w tym momencie zakończono wykonywanie dalszej weryfikacji oraz pozostawiono narzędzie w skorygowanym kształcie. Jego rzetelność była wysoka, a wszystkie pozycje silnie (powyżej 0,450) korelowały z wynikiem ogólnym. Dopiero skorygowane narzędzie stało się instrumentem wykorzystywanym w badaniach właściwych wśród menedżerów.

Następnym zadaniem badawczym drugiego etapu badań była operacjonalizacja, czyli określenie mierników dla zmiennej objaśniającej (nadmiernej pewności siebie) oraz dla zmiennych objaśnianych (decyzji inwestycyjnych i finansowania). Dla określenia miar zmiennych objaśnianych przyjęto np. przyrosty względne łańcuchowe aktywów trwałych czy zobowiązań długoterminowych, wartość i udział aktywów trwałych czy zobowiązań, poziom nakładów inwestycyjnych w relacji do poziomu operacyjnych przepływów pieniężnych, stopę wypłaty dywidendy. Dla określenia miary nadmiernej pewności siebie zaproponowałam własny sposób jej mierzenia. Miarę tę analizowałam na tle syntetycznego miernika wzorcowego (z zastosowaniem wzorca) oraz syntetycznego miernika bezwzorcowego.

Operacjonalizacja pozwoliła też na opracowanie procedur badawczych pozwalających na określenie zasad doboru jednostek do próby badawczej. W procesie doboru próby badawczej zastosowano metody nieprobabilistyczne – zarówno dobór przez eliminację, dobór

w drodze celowej selekcji, jak i dobór oparty na dostępności danych. Wielkość próby została zdeteminowana przez ograniczony budżet oraz krótki czas gromadzenia danych i chęć (a raczej jej brak) uczestnictwa menedżerów w udzielaniu odpowiedzi.

Trzeci etap procesu badawczego – badania empiryczne - związany był w pierwszej kolejności z gromadzeniem danych empirycznych oraz ich wstępną obróbką. W procesie gromadzenia danych przeprowadzono badania jakościowe, w efekcie których zebrano dane jakościowe (pozwalające zidentyfikować nadmierną pewność siebie menedżera) przy zastosowaniu kwestionariusza ankiety. Zebrano również dane ilościowe (finansowe). Dodatkowo pozyskano dane pozwalające na charakterystykę firmy i menedżera. Zastosowano wiele technik gromadzenia danych: wywiad kwestionariuszowy (w następujących odmianach: PAPI, CAPI, CATI), ankieta pocztowa. Wykorzystanie kilku technik pozyskiwania danych miało zapewnić jak największą zwrotność.

Wstępna obróbka danych polegała na weryfikacji jakości zebranego materiału, uporządkowanie zebranych materiałów oraz przygotowanie zbioru danych. Uporządkowanie danych i przygotowanie zbioru danych uwzględniało wyodrębnienie grup menedżerów i podmiotów gospodarczych ze względu na występowanie nadmiernej pewności siebie menedżera. W uporządkowaniu zebranych materiałów i przygotowaniu zbioru danych pomocne było wykorzystano arkusze kalkulacyjne.

W etapie trzecim dokonałam identyfikacji nadmiernej pewności siebie menedżerów wchodzących w skład próby, a ponadto jej zwymiarowania. Wyniki uzyskane przy zastosowaniu autorskiego miernika nadmiernej pewności siebie odniesiono do wyników mierzenie nadmiernej pewności siebie przy zastosowaniu syntetycznego miernika wzorcowego (z zastosowaniem wzorca) oraz syntetycznego miernika bezwzorcowego. Jednak zastosowanie miernika syntetycznego wzorcowego i bezwzorcowego skutkuje większym skupieniem rozkładu wokół wielkości środkowej wyznaczonej dla badanej próby. Oznaczało to, że mierzenie nadmiernej pewności siebie przy zastosowaniu tych mierników jest uzależnione od składu i charakterystyki próby (średniej arytmetycznej, mediany). Z tego względu większe możliwości replikowalności (stosowania miary w innych badaniach) i uniezależnienie od składu i charakterystyki próby wykazała autorska miara nadmiernej pewności siebie. W efekcie, to ona stała się kryterium grupowania menedżerów.

Trzeci etap procesu badawczego obejmował także przetwarzanie danych. Przetwarzanie danych obejmowało w pierwszej kolejności wstępny opis statystyczny zebranych danych z uwzględnieniem opisu tabelarycznego oraz statystyk opisowych: miar położenia, dyspersji, asymetrii - dla wyodrębnionych grup badanych podmiotów ze względu na nadmierną pewność siebie. W procesie wstępnego opisu statystycznego zastosowano też testy Shapiro - Wilka normalności rozkładów w celu stwierdzenia czy rozkłady danych w porównywanych grupach mają charakter normalny.

Kolejnym zadaniem badawczym w ramach trzeciego etapu badań była identyfikacja i ocena związku (jego kierunku, siły i stopnia istotności) między nadmierną pewnością siebie a decyzjami finansowymi. W tym zadaniu badawczym dokonano weryfikacji cząstkowych i szczegółowych hipotez badawczych. W tym celu analizie komparatywnej poddano decyzje finansowe w wyodrębnionych grupach podmiotów (wyodrębnionych w zależności od występowania nadmiernej pewności siebie menedżerów). Do identyfikacji występowania różnic w decyzjach finansowych między wyodrębnionymi grupami zastosowane zostały testy

istotności (głównie testy nieparametryczne U Manna-Whitneya). Do oceny związku między nadmierną pewnością siebie a kategoriami finansowymi wykorzystano korelację (zarówno Pearsona oraz Spearmana). Do przetwarzania danych wykorzystano specjalistyczne oprogramowanie do statystycznej analizy danych (SPSS).

Czwarty etap badań, czyli opracowanie i synteza wyników badań, obejmowała przede wszystkim opracowanie modelowego ujęcia związku decyzji finansowych i ich skutków z nadmierną pewnością siebie menedżerów. Punktem wyjścia budowy modelowego związku była definicja modelu traktująca go jako uproszczony opis rzeczywistości z uwzględnieniem relacji, jakie istnieją pomiędzy zmiennymi związanymi z badanym zjawiskiem. Relacje takie są prezentowane zwykle za pomocą funkcji wyrażających zależność pomiędzy zmiennymi. Szczególną formułą zapisu modelu (relacji między zmiennymi) jest model regresji. Ma on tę przewagę wobec badania korelacji, że korelacja odnosi się wyłącznie do badania związku pomiędzy zgromadzonymi danymi empirycznymi, podczas gdy regresja, badając związek, posiada zdolność estymowania zmiennej objaśnianej przy znanej wielkości zmiennej objaśniającej (lub wielu zmiennych objaśniających). Regresja jest bardziej elastyczna, ponieważ zapewnia możliwość oszacowania z określonym prawdopodobieństwem (założonym błędem statystycznym) wartości oczekiwanej, uwzględniając wielkość stałą, czynnik losowy i zidentyfikowaną zależność pomiędzy zmiennymi. Ze względów opisanych powyżej, do modelowego ujęcia zależności między nadmierną pewnością siebie a decyzjami finansowymi i ich skutkami zastosowano modele regresji. Ponadto do opisu relacji między zmienną latentną (ukrytą) a zmiennymi obserwowalnymi zastosowano modelowanie przy wykorzystaniu równań strukturalnych w confirmacyjnej analizie czynnikowej. Do wyznaczenia modelu regresji wykorzystano specjalistyczne oprogramowanie do statystycznej analizy danych (SPSS). Do wyznaczenia modelu strukturalnego wykorzystano oprogramowanie AMOS.

3.4. Struktura opracowania oraz wyniki badań

Logika wyznaczonych celów oraz hipotez badawczych, a także wyznaczone zadania badawcze w ramach kolejnych etapach procesu badawczego znalazły swoje odzwierciedlenie w strukturze opracowania. Praca składa się z wprowadzenia, ośmiu rozdziałów, zakończenia, spisu literatury oraz załącznika.

W rozdziale pierwszym przeprowadzone zostały szczegółowe badania literaturowe w zakresie racjonalności działania. Dokonano też przeglądu teorii uwzględniających nadrzędną rolę człowieka w poszczególnych dyscyplinach nauk ekonomicznych. Zwrócono także uwagę na dokonującą się w ostatnich latach zmianę paradygmatu w finansach.

Na podstawie przeprowadzonych badań stwierdzono, że racjonalność rzeczowa wymaga posiadania przez decydenta pełnej wiedzy na temat problemu oraz zdolności decydenta do identyfikowania wszystkich wariantów rozwiązania problemu zgodnie z funkcją użyteczności oraz wyboru tego wariantu, który generuje najbardziej korzystne skutki z punktu widzenia przyjętego celu. Takie podejście do racjonalności zgodne jest z neoklasycznymi założeniami formułowania teorii ekonomicznych. I chociaż racjonalność jest konieczna w procesach gospodarowania, to rzeczywistość gospodarcza i faktyczne zachowania człowieka gospodarującego nie zawsze charakteryzują się pełną racjonalnością rzeczową. Dlatego też zostały zaprezentowane odmienne ujęcia racjonalności, które uwzględniają rzeczywiste warunki gospodarowania, tj. działanie w warunkach niepełnej informacji oraz specyficzne

cechy procesu poznawczego decydenta. Do tych ujęć racjonalności zaliczyć można: racjonalność subiektywną, selektywną i ograniczoną. Zauważono też, że o ile w dyscyplinie nauk o zarządzaniu oraz ekonomii sformułowane teorie uwzględniają istotną rolę człowieka w procesach decyzyjnych, o tyle w dyscyplinie finansów dominująca większość teorii opiera się na założeniach neoklasycznych. Jednak w ostatnich latach widoczna jest zmiana paradygmatu w kierunku uwzględniania czynników psychologicznych decydentów. Na zakończenie tego rozdziału zaprezentowano nadmierną pewność siebie jako jeden z czynników psychologicznych istotnie determinujący przebieg procesu decyzyjnego i oddziałujący na zakłócenia racjonalności rzeczowej. Nadmierna pewność siebie stanowi także czynnik wzmacniający oddziaływanie innych zakłóceń procesu poznawczego.

Rozdział drugi zawiera szczegółową analizę literatury w zakresie istoty i złożoności zjawiska nadmiernej pewności siebie. Rozdział ten kończy przegląd badań w zakresie nadmiernej pewności siebie inwestorów giełdowych (zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych).

Wyniki prowadzonych w rozdziale drugim badań pozwoliły stwierdzić, że nie ma jednolitej definicji i miary nadmiernej pewności siebie. Nadmierna pewność siebie jest zmienną latentną (ukrytą) i może być identyfikowana oraz mierzona za pośrednictwem zmiennych obserwowalnych: przeceniania własnej wiedzy (*overestimation*), przekonaniu o posiadaniu lepszych umiejętności niż inni (*overplacement, better than average effect*) oraz nadmiernego optymizmu (*overoptimism*). Do podstawowych zjawisk towarzyszących nadmiernej pewności siebie można zaliczyć: efekt trudne – łatwe, efekt eksperta, efekt poprzednich sukcesów, efekt płci, efekt nastroju. Zjawiska te wzmacniają lub zmniejszają ujawnianie się w przekonaniach i działaniach nadmiernej pewności siebie.

Wyniki badań w zakresie związku z nadmierną pewnością siebie i decyzjami inwestorów giełdowych pozwoliły stwierdzić, że nadmierna pewność siebie prowadzi do częstszego realizowania transakcji kupna-sprzedaży, które charakteryzują się wyższą wartością (tzw. *excessive trading*). To zjawisko umożliwia wyjaśnienie podreaktywności i nadreaktywności rynku na informacje płynące ze spółek, a w większej skali na wyjaśnienie występowania baniek spekulacyjnych. Wśród inwestorów, ci z nadmierną pewnością siebie są ostatnimi kupującymi akcje wzrostowe i pierwszymi sprzedającymi akcje w okresie spadkowym. Zachowania inwestorów z nadmierną pewnością siebie skutkują osiągnięciem przez nich niższych stóp zwrotu. W ramach badań nad nadmierną pewnością siebie inwestorów giełdowych zidentyfikowano efekt płci (mężczyźni wykazują większą nadmierną pewność siebie – w porównaniu do kobiet-inwestorów) oraz efekt doświadczenia (nadmierna pewność siebie maleje wraz z doświadczeniem). Dostrzeżono również, że nadmierna pewność siebie inwestorów profesjonalnych (np. pracowników funduszy inwestycyjnych) jest mniejsza niż inwestorów indywidualnych.

W rozdziale trzecim dokonano przeglądu dotychczasowych badań w związku między nadmierną pewnością siebie a decyzjami finansowymi przedsiębiorstw (inwestowanie, finansowanie). Dodatkowo zaprezentowano również wyniki badań dla decyzji o wypłacie dywidend oraz prezentowania prognoz i wyników finansowych.

Wyniki badań literaturowych w zakresie związku między nadmierną pewnością siebie a decyzjami inwestycyjnymi nie pozwalają na jednoznaczną ocenę. Większość badań wskazuje, że menedżerowie o nadmiernej pewności siebie realizują większą ilość projektów

inwestycyjnych, co prowadzi do nadmiernego inwestowania (*overinvestment*). Również prawdopodobieństwo przeprowadzenia fuzji i przejęcia jest wyższe, gdy menedżer jest oceniany jako wykazujący nadmierną pewność siebie. A podmiot przejmujący, zarządzany przez menedżera o nadmiernej pewności siebie, z reguły płaci przeciętnie zbyt wysoką cenę za podmiot przejmowany. Wyniki badań prowadzonych w zakresie decyzji inwestycyjnych menedżerów o nadmiernej pewności siebie wskazują też, że jeśli firma ma do własnej dyspozycji więcej wolnych przepływów pieniężnych, to efekt nadmiernego inwestowania jest jeszcze bardziej widoczny. Natomiast w sytuacji braku odpowiednich wewnętrznych źródeł finansowania i konieczności sięgnięcia po zewnętrzne źródła finansowania, menedżerowie wykazujący nadmierną pewność siebie są gotowi zrezygnować z realizacji projektów inwestycyjnych, i to tych o dodatnim NPV, co prowadzi wręcz do niedostatecznego inwestowania (*underinvestment*).

W zakresie decyzji dotyczących finansowania również wyodrębnione zostały dwa nurty badań. Wyniki pierwszego nurtu badań wskazują, że firmy zarządzane przez menedżerów o nadmiernej pewności siebie wykorzystują w większym stopniu kapitał dłużny, czego potwierdzeniem są wyższe wskaźniki zadłużenia (i to zadłużenia długoterminowego). Wyniki drugiego nurtu badań wskazują na niechęć menedżerów o nadmiernej pewności siebie do korzystania z kredytów – konserwatyzm w zakresie korzystania z zadłużenia.

W przypadku decyzji dotyczących wypłat dywidend menedżerowie o nadmiernej pewności siebie niechętnie i rzadziej wypłacają dywidendy, a jeśli to robią, to wypłaty dywidend są niższe. Dotychczasowe badania pozwoliły zidentyfikować silny pozytywny związek pomiędzy koncentracją własności i udziałem inwestorów instytucjonalnych a wysokością wypłat dywidend, przy czym związek ten dla firm zarządzanych przez menedżerów o nadmiernej pewności siebie jest silniejszy. Sugeruje to, że właściciele posiadający dominujący udział oraz inwestorzy instytucjonalni są w stanie zmusić menedżera o nadmiernej pewności siebie do zachowania zgodnego ze swoimi oczekiwaniami (dystrybucji gotówki w celu uniknięcia przeinwestowania).

W zakresie publikowania prognoz menedżerowie o nadmiernej pewności siebie częściej prezentują prognozy z własnej inicjatywy i częściej są to prognozy nadmiernie optymistyczne, ale też częściej menedżerowie są mniej trafni w swoich prognozach. W kontekście nadmiernie optymistycznych prognoz i uzyskiwanych w toku działania niższych wyników pojawia się kwestia większej skłonności menedżerów o nadmiernej pewności siebie do prezentowania lepszych wyników niż są w rzeczywistości. To z kolei w wielu przypadkach wiązało się z manipulowaniem sprawozdań finansowych.

Rozważanie prowadzone w rozdziale trzecim pozwoliły sformułować hipotezy badawcze, będące podstawą badań empirycznych przeprowadzonych w opracowaniu.

W rozdziale czwartym zawarto rozważania dotyczące pozycji i siły menedżera zarządzającego firmą. W tym kontekście dokonano przeglądu badań w zakresie nadmiernej pewności siebie osób prowadzących działalność gospodarczą (przedsiębiorców, założycieli) i osób zatrudnionych przez właścicieli do prowadzenia spraw spółki. Ważnym elementem tego rozdziału jest także analiza pozycji dyrektora finansowego w procesie podejmowania decyzji i zarządzania przedsiębiorstwem.

Dotychczasowe badania wskazywały, że menedżerowie wykazują nadmierną pewność siebie, lecz przedsiębiorcy charakteryzują się jej wyższym poziomem. Objasnione to mogło

być tym, że menedżerowie unikają ryzyka. Unikanie ryzyka wiązać można z działaniami nastawionymi na zwiększanie wielkości firmy, gromadzenie gotówki, unikanie zadłużenia (co było powszechną praktyką do lat 80. XX w.). Jednak w latach 90. XX w. przedsiębiorstwa zostały poddane presji proefektywnościowej. Inwestorzy stali się bardziej niecierpliwi i oczekiwali szybkiego przyrostu wartości akcji. W tym czasie zaczął dominować priorytet interesu właścicieli, sformułowano koncepcję VBM (*value based management*). Był to również czas wdrażania takich instrumentów finansowych, jak zadłużenie czy wypłata gotówki (w postaci dywidend i wykupów akcji). Stawiało to zarządy w sytuacji ciągłej presji dążenia do zwiększania kursów akcji i szukania nowych możliwości wzrostu w kontekście wysokich oczekiwań właścicieli (*value-maximizing approach*). W tych warunkach, procesy rekrutacji mogły wręcz skłaniać do zatrudniania menedżerów o nadmiernej pewności siebie i odrzucania menedżerów racjonalnych. Menedżerowie o nadmiernej pewności siebie aplikujący na stanowisko kierownicze są w stanie zaprezentować się jako pewnych siebie i zdolnych do radzenia sobie w warunkach niepewności i niepełnej informacji oraz zdolnych do szybkiego podejmowania rozstrzygających decyzji. Menedżerowie o nadmiernej pewności siebie są też w stanie zadeklarować właścicielom poprawę sytuacji finansowej. Z tego powodu deklaracje składane przez tych menedżerów w procesie rekrutacji odpowiadają oczekiwaniom właścicieli, co prowadzi do ich zatrudnienia. W interesie właścicieli stało się zatem zatrudnienie menedżera o nadmiernej pewności siebie.

Jednocześnie wyniki dotychczasowych badań wskazały, że menedżerowie zarządzający częściej są jedynymi decydentami w zakresie decyzji finansowych. Oznacza to, że dyrektor finansowy może mieć jedynie decydujący głos w zakresie przygotowywania informacji dla potrzeb procesu decyzyjnego, pozyskiwania źródeł finansowania oraz sporządzania sprawozdań finansowych. Z prowadzonych dotychczas badań jednocześnie wyłania się podporządkowana rola dyrektora finansowego. Menedżer zarządzający jest w stanie wyrzucić presję na dyrektora finansowego, sprowadzając go do roli wykonawcy swoich decyzji oraz osoby reprezentującej poglądy menedżera zarządzającego w relacjach z instytucjami zewnętrznymi. Uzasadnia to badanie związku między nadmierną pewnością siebie menedżerem zarządzającym a decyzjami finansowymi.

Rozdział piąty zawiera przegląd metod pomiaru nadmiernej pewności siebie zastosowanych w dotychczasowych badaniach w psychologii i finansach. W rozdziale tym znajdują się założenia prowadzenia badań empirycznych zarówno w zakresie doboru próby badawczej, jak i konstrukcji ankiety. Zaprezentowano też próbę przy zastosowaniu metod statystyki opisowej. Ważnym elementem była identyfikacja i pomiar nadmiernej pewności siebie badanych menedżerów podmiotów gospodarczych oraz pogrupowanie menedżerów i firm w zależności od wyników zastosowanego syntetycznego miernika.

Przegląd stosowanych miar nadmiernej pewności siebie w dotychczasowych badaniach pozwolił stwierdzić, że niektóre z nich oceniają nadmierną pewność siebie po efektach działań (posiadanie akcji, prognozy menedżerów, częstotliwość przejęć, stopień zadłużenia, nakłady inwestycyjne). Na te zjawiska może jednak wpływać szereg innych czynników, np. przyjęta strategia czy relacja między właścicielami a menedżerem (jego siła oddziaływania). Niektóre z miar mogą być stosowane wyłącznie tylko w odniesieniu do firm publicznych (np. publikacja prognoz, ocena menedżera przez prasę finansową). Z tego względu uznałam, że najlepszym sposobem zidentyfikowania nadmiernej pewności siebie są testy, które mają

swoje źródło w psychologii kognitywnej. Konieczne były zatem pytania dotyczące wiedzy i przekonań (zmiennie obserwowalne) we wszystkich wymiarach nadmiernej pewności siebie (*overestimation*, *overplacement* i *overprecision*) w celu określenia zmiennej latentnej (czyli nadmiernej pewności siebie).

W rozdziale piątym zaprezentowany został również proces konstrukcji narzędzia badawczego (ankiety) identyfikującego nadmierną pewność siebie. W procesie tym ważne były badania pilotażowe, analiza rzetelności instrumentu badawczego alfa Cronbacha, korekta ankiety poprzez usunięcie pozycji, które rzetelność obniżają (korelują ujemnie z wynikiem ogólnym).

Piąty rozdział zawiera także rozważania dotyczące konstrukcji miary nadmiernej pewności siebie. Do mierzenia nadmiernej pewności siebie wykorzystano pierwotnie trzy miary: syntetyczny miernik wzorcowy (z zastosowaniem wzorca), syntetyczny miernik bezwzorcowy oraz propozycję miernika autorskiego (SMNPS – syntetyczny miernik nadmiernej pewności siebie). Ze względu na większe możliwości replikowalności (stosowania miary w innych badaniach) zdecydowano się na przyjęcie SMNPS jako kryterium wyodrębnienia grup w zależności od wykazywania nadmiernej pewności siebie. Dokonana ocena przyjętej autorskiej syntetycznej miary (zarówno przy zastosowaniu modelu regresji, jak i konfirmacyjnej analizy czynnikowej i równań strukturalnych) pozwoliły potwierdzić poprawność miary. Dlatego też to SMNP stanowił w dalszej części pracy podstawę wyodrębnienia grup.

W rozdziale szóstym przeprowadzono charakterystykę próby z uwzględnieniem grup spółek (wielkość firmy, wiek firmy, struktura własnościowa) i menedżerów (wiek, wykształcenie, płeć, udział w kapitale zakładowym) wyodrębnionych ze względu na występowanie nadmiernej pewności siebie. Dokonano również analizy poglądów menedżerów na rolę sfery finansowej, z uwzględnieniem nadmiernej pewności siebie.

Charakterystyka próby wskazała, że większe jest prawdopodobieństwo wystąpienia nadmiernej pewności siebie u menedżera, jeśli menedżer posiada wykształcenie wyższe techniczne (inżynierskie). Ponadto większe jest prawdopodobieństwo pojawienia się nadmiernie pewnego siebie menedżera w firmie w sytuacji, gdy wśród trzech największych inwestorów występuje inwestor instytucjonalny. Pozostałe cechy nie wykazywały związku z nadmierną pewnością siebie.

Jednocześnie możliwe było stwierdzenie, że menedżer o nadmiernej pewności siebie preferuje działania w sferze realnej wobec sfery finansowej, ponadto preferuje działania o charakterze rozwojowym bez względu na zewnętrzne uwarunkowania prowadzenia działalności gospodarczej dążąc do zapewnienia jak najszybciej źródeł finansowania. Oznacza to, że menedżerowie koncentrują się na potrzebach produkcyjnych firm, bez szczególnego uwzględniania oceny tych decyzji z finansowego punktu widzenia (związku z przepływami pieniężnymi czy też oddziaływaniem na wynik finansowy).

W rozdziale siódmym przeprowadzono analizę decyzji finansowych (inwestowania, finansowania i wypłat dywidend) menedżerów wykazujących nadmierną pewność siebie w porównaniu do menedżerów niewykazujących nadmiernej pewności siebie. W rozdziale tym dokonano analiz pozwalających zweryfikować trzy pierwsze szczegółowe hipotezy badawcze oraz wszystkie cząstkowe hipotezy (podporządkowane szczegółowym).

Pierwsza szczegółowa hipoteza badawcza została potwierdzona w całości – menedżerowie o nadmiernej pewności siebie inwestują więcej. Oprócz weryfikacji tej hipotezy, badania empiryczne pozwoliły dostrzec następujące cechy dla firm zarządzanych przez menedżerów o nadmiernej pewności siebie:

- wykazują silniejszy związek między inwestycjami a operacyjnymi przepływami pieniężnymi,
- wykazują silniejszy związek między inwestycjami a amortyzacją,
- wykazują wyższy poziom aktywów obrotowych w relacji do przychodów,
- charakteryzują się wyższą wartością sumy bilansowej,
- charakteryzują się wyższym poziomem i udziałem aktywów trwałych,
- charakteryzują się podobnym poziomem i niższym udziałem aktywów obrotowych.

Druga hipoteza częściowa odnosiła się do decyzji o wypłatach dywidend. W uwarunkowaniach polskich, decyzje w tym zakresie są zastrzeżone dla właścicieli. Dlatego też badania w tym zakresie zostały przeprowadzone w celu porównania tych decyzji z dotychczasowymi badaniami. Hipoteza ta została potwierdzona w całości - firmy zarządzane przez menedżerów o nadmiernej pewności siebie rzadziej wypłacały dywidendę, a jeśli ją wypłacały, to niższa była stopa wypłat. Dodatkowo zauważono, że w przypadku, gdy menedżer posiada mniejszościowy udział w kapitale, to większe jest oddziaływanie pozostałych właścicieli na częstszą i wyższą wypłatę dywidendy.

Trzecia hipoteza częściowa zakładała, że menedżerowie o nadmiernej pewności siebie wykorzystują w większym stopniu zobowiązania i w mniejszym stopniu kapitały własne w porównaniu do menedżerów nie wykazujących nadmiernej pewności siebie. Prowadzone badania wykazały, że firmy zarządzane przez menedżerów o nadmiernej pewności siebie charakteryzują się zarówno wyższym poziomem kapitału własnego, jak i obcego, przy czym struktura pasywów jest podobna. Możliwe było więc częściowe potwierdzenie tej hipotezy – w części dotyczącej wyższego poziomu zobowiązań. Oprócz częściowej weryfikacji trzeciej hipotezy częściowej, badania empiryczne pozwoliły dostrzec następujące zależności dla firm zarządzanych przez menedżerów o nadmiernej pewności siebie:

- częściej dokonują podwyższenia kapitału zakładowego (choć nie na poziomie statystycznie istotnym),
- charakteryzują się wyższym poziomem kapitału zakładowego i zapasowego,
- częściej wykorzystują kredyty,
- charakteryzują się wyższym poziomem zobowiązań finansowych (kredytów i pożyczek) i długoterminowych, ale porównywalnym poziomem krótkoterminowych i operacyjnych,
- charakteryzują się wyższym udziałem zobowiązań długoterminowych oraz finansowych (kredytów i pożyczek),
- wykazują niższą relację kapitałów własnych do aktywów trwałych oraz kapitałów długoterminowych do aktywów trwałych.

Rozdział ósmy zawiera prezentację skutków decyzji finansowych dla struktury finansowania aktywów trwałych i dla sytuacji finansowej (płynność finansowa, rentowność i sprawność działania). W rozdziale tym przeprowadzono przeliczenia pozwalające na weryfikację czwartej hipotezy szczegółowej. Ponadto zostały zaprezentowane modele (regresji) decyzji finansowych. Dodatkowo zaprezentowano modelowe ujęcie związku

decyzji finansowych i nadmiernej pewności siebie menedżera i uwarunkowań wynikających z sytuacji finansowej.

Badania empiryczne zawarte w rozdziale ósmym pozwoliły na weryfikację hipotezy czwartej. Zakładała ona, że firmy zarządzane przez menedżerów o nadmiernej pewności siebie charakteryzują się niższą rentownością oraz niższą płynnością finansową w porównaniu do firm zarządzanych przez menedżerów nie wykazujących nadmiernej pewności siebie. Przeprowadzone badania wykazały, że obydwie grupy firm wykazują podobne poziomy wskaźników rentowności sprzedaży oraz kapitału własnego. Ale już w przypadku rentowności aktywów ogółem firmy zarządzane przez menedżerów o nadmiernej pewności siebie charakteryzują się jej niższym poziomem (ze względu na wyższy poziom aktywów ogółem przy porównywalnym poziomie zysku). Ponadto badania wykazały, że firmy zarządzane przez menedżerów o nadmiernej pewności siebie charakteryzują się wyższymi wskaźnikami płynności finansowej, lecz relacja ta nie ma charakteru statystycznie istotnego. Oprócz częściowej weryfikacji tej hipotezy (w zakresie rentowności aktywów ogółem), badania empiryczne pozwoliły dostrzec następujące zależności dla firm zarządzanych przez menedżerów o nadmiernej pewności siebie:

- osiągają porównywalny poziom oraz tempo przyrostu przychodów,
- wykazują niższą relację przychodów do zatrudnienia oraz do aktywów ogółem, co wskazuje na wyższy poziom zatrudnienia i aktywów ogółem przy porównywalnym poziomie przychodów,
- charakteryzują się niższymi poziomami Z-score Altmana uwzględniającego relację przychodów do aktywów, oraz podobnym poziomem Z-score Altmana po wyłączeniu relacji przychodów do aktywów.

Konstrukcja modelu regresji oraz równań strukturalnych dla konfirmacyjnej analizy czynnikowej pomiędzy decyzjami finansowymi (inwestowania i finansowania aktywów trwałych) a nadmierną pewnością siebie pozwoliła potwierdzić istnienie związku. Ponadto uzyskano statystyki, wskazujące na dopasowanie i poprawność modelu.

W zakończeniu zawarto syntezę przeprowadzonych badań wraz z oceną stopnia weryfikacji wszystkich postawionych hipotez cząstkowych i podporządkowanych. Ocena ta została dokonana w odniesieniu do wyników innych badań. Sformułowano tu też wnioski płynące z przeprowadzonych badań zarówno dla teorii, jak i praktyki, oraz wskazano kierunki dalszych badań.

Synteza wyników badań własnych pozwoliły dostrzec, że zatrudnianie menedżera wykazującego nadmierną pewność siebie z punktu widzenia finansowych efektów wiąże się z niższą gospodarnością działania: porównywalne efekty osiągnięte przy wyższym zaangażowaniu zasobów.

Ponadto, większe nakłady inwestycyjne w porównywalnych warunkach i w sytuacji osiągania porównywalnych efektów działania wskazują na przeszacowywanie oczekiwanych korzyści. Natomiast jednoczesne stosowanie bardziej agresywnej strategii finansowania aktywów trwałych wskazuje na niedocenianie prawdopodobieństwa wystąpienia ryzyka.

W kontekście rozważań nad racjonalnością przedkładane opracowanie dowodzi, że racjonalność rzeczowa (obiektywna, pożądana) jest trudna do osiągnięcia w rzeczywistości prowadzenia działalności gospodarczej. Z drugiej strony wskazuje, że oddziaływanie czynników o charakterze kognitywnym jest istotne (na poziomie statystycznym).

Wyniki badań mogą być wdrożone do praktyki, a w szczególności w procesie rekrutacji menedżerów przez właścicieli firm, czy też kształtowania relacji między menedżerami a właścicielami z punktu widzenia możliwości osiągnięcia założonych celów, czy też w procesie oceny sytuacji podmiotu i jego perspektyw działania w praktyce banków czy przez inne instytucje finansowych (np. fundusze inwestycyjne *private equity*). Nie wyklucza się też możliwości wykorzystania efektów przeprowadzonych badań również w procesie edukacji.

Prowadzone badania mają jednak pewne ograniczenia wynikające ze składu próby badawczej. Zastosowane metody doboru próby, występujące ograniczenia czasowe i finansowe spowodowały, że próba badawcza nie odzwierciedla w pełni struktury badanej populacji. Warto podkreślić, że dotychczasowe badania prezentowane w rozdziale trzecim i czwartym też nie uwzględniały potrzeby reprezentatywności prób. Wskazuje to na konieczność kontynuowania badań celem weryfikacji uzyskanych w przygotowanym opracowaniu wyników. Dlatego też w następnych badaniach do wyboru próby badawczej należy zastosować metodę losową zapewniającą lepsze odzwierciedlenie struktury badanej populacji.

Przeprowadzone w przedkładanym opracowaniu analizy teoretyczne i empiryczne mogą stanowić punkt wyjścia do dalszych badań w co najmniej pięciu obszarach. Po pierwsze, ważnym obszarem badań może być pogłębienie analiz w zakresie identyfikacji nadmiernej pewności siebie menedżerów.

Innym ważnym i dotychczas w warunkach polskich bliżej nie zbadanym obszarem jest rola menedżera finansowego w zarządzaniu przedsiębiorstwem. Z dotychczasowych bowiem badań, chociaż odnoszących się do rzeczywistości gospodarczej Stanów Zjednoczonych, wynika, że oczekiwania wobec menedżera finansowego są bardzo wysokie, jednak możliwości wypełniania przez niego ról strategicznych są istotnie ograniczone.

Trzecim obszarem badań mogłoby być porównanie firm nowozałożonych (funkcjonujących krócej niż 12 miesięcy) oraz firm starszych (funkcjonujących dłużej niż rok). Analiza zachowań menedżerów o nadmiernej pewności siebie w firmach nowozałożonych oraz tych, które przetrwały pierwsze 12 miesięcy funkcjonowania mogłaby przynieść wiedzę możliwą do wdrożenia na etapie oceny projektów, które ubiegają się o dofinansowanie (np. w bankach).

Kolejnym istotnym obszarem badań byłoby dokonanie analizy fuzji i przejęć z uwzględnieniem nadmiernej pewności siebie menedżerów firm przejmujących. Może się bowiem okazać, że przyczyną wielu nieudanych przejęć jest właśnie nadmierna pewność siebie menedżerów firm przejmujących.

Również możliwe jest rozwinięcie wątku pozyskiwania kapitałów (emisji akcji, pozyskania kredytów) oraz relacji między firmą zarządzaną przez menedżera o nadmiernej pewności siebie a dawcami kapitału. Możliwe jest tu zbadanie, na ile na wartość i warunki pozyskiwanego kapitału oddziałuje menedżer o nadmiernej pewności siebie.

Dokonując podsumowania uzyskanych wyników badań własnych można stwierdzić, że:

- podstawowy cel badawczy (o charakterze poznawczym) został osiągnięty, bowiem dokonano identyfikacji związku między decyzjami finansowymi a nadmierną pewnością siebie. Związek ten ma charakter statystycznie istotny, lecz dotyczy głównie grup skrajnych

tj. menedżerów o niskiej pewności siebie oraz wysokiej nadmiernej pewności siebie. Wyniki badań potwierdziły, że menedżerowie o nadmiernej pewności siebie inwestują więcej. Badania pozwoliły też wykazać, że menedżerowie stosują bardziej agresywne strategie finansowania;

- cel badawczy o charakterze metodologicznym (czyli konstrukcja narzędzia pozwalającego identyfikować nadmierną pewność siebie oraz miary nadmiernej pewności siebie) został zrealizowany. Dzięki opracowaniu instrumentu identyfikującego nadmierną pewność siebie oraz opracowaniu miary nadmiernej pewności siebie możliwe stało się grupowanie menedżerów w zależności od wykazywania nadmiernej pewności siebie. Narzędzie to zostało zweryfikowane w procesie badawczym i może być stosowane w praktyce. Zaletą zaproponowanego miernika jest jego replikowalność, tj. uniezależnienie wyników od składu próby badawczej;

- cel badawczy o charakterze jednocześnie użytecznym i normatywnym zakładający opracowanie modelowego ujęcia związku między nadmierną pewnością siebie a decyzjami finansowymi również osiągnięty. Opracowany model spełnia warunki dobrego dopasowania i poprawności.

3.5. Wkład osiągnięcia w rozwój dyscypliny finanse

Zaprezentowane w książce wyniki badań wpisują się w nurt literatury światowej i polskiej badającej wpływ procesów poznawczych na procesy decyzyjne w finansach. Książka wypełnia luki w wiedzy w teoretycznej i empirycznej dotyczącej behawioralnych finansów przedsiębiorstw oraz posiada cechę aplikacyjności w praktyce gospodarczej. Zaprezentowanie w monografii wyniki badań teoretycznych pozwoliły usystematyzować zgromadzoną dotychczas wiedzę. Natomiast zaprezentowane w książce wyniki własnych badań empirycznych wzbogacają dotychczasową wiedzę poprzez zidentyfikowanie nowych zależności oraz potwierdzenie występowania związków między elementami tworzącymi fragment opisywanej rzeczywistości, a które to elementy i związki dotychczas nie były w takim zakresie badane.

Odnosząc się do luk w wiedzy teoretycznej i empirycznej, istotne są następujące walory przeprowadzonych badań:

- 1) dokonano gruntownej analizy dorobku teoretycznego i empirycznego ekonomii, nauk o zarządzaniu, finansów oraz psychologii w zakresie znaczenia czynników psychologicznych dla procesu decyzyjnego oraz zaprezentowano wyniki tych badań,
- 2) usystematyzowano wiedzę w zakresie definiowania, identyfikowania i mierzenia nadmiernej pewności siebie,
- 3) usystematyzowano wiedzę w zakresie związku nadmiernej pewności siebie a decyzjami finansowymi – systematyzacja ta dotyczy zarówno decyzji inwestorów giełdowych (indywidualnych i profesjonalnych) oraz decyzji osób zarządzających przedsiębiorstwami (menedżerów i przedsiębiorców),
- 4) zaproponowano własny sposób identyfikowania oraz mierzenia nadmiernej pewności siebie, a także sprawdzono poprawność zastosowanego sposobu identyfikowania oraz mierzenia nadmiernej pewności siebie;
- 5) zbadano związek między nadmierną pewnością siebie a decyzjami finansowymi,

6) skonstruowano model związku między nadmierną pewnością siebie a decyzjami finansowymi, a także sprawdzono poprawność i dopasowanie modelu.

Badania, których wyniki zawarto w książce odnoszą się do pozyskania nowej wiedzy w zakresie poznania rzeczywistości w następujących płaszczyznach:

- poznawczej – zidentyfikowanie, sformułowanie i rozwiązanie aktualnego i ważnego dla rozwoju nauki problemu badawczego, a w efekcie poprzez pozyskanie nowej wiedzy i objaśnienie rzeczywistości;

- teoretycznej (definitywnej i klasyfikacyjnej) - pionierska prezentacja i systematyzacja wyników badań w zakresie nadmiernej pewności siebie, oraz związku między nadmierną pewnością siebie a decyzjami finansowymi;

- metodologicznych – rozwój metod identyfikacji i mierzenia zjawisk wykazujących związek z decyzjami finansowymi podmiotów gospodarczych;

- integracyjnych – wykorzystania dorobku dyscyplin: psychologii, ekonomii, nauk o zarządzaniu i finansów, połączenie wiedzy i osiągnięć metodologicznych ze wskazanymi dyscyplinami nauki, zestawienie wyników badań krajowych i międzynarodowych w badanym zakresie,

- normatywne – opracowanie syntezy i modelowego ujęcia związku między nadmierną pewnością siebie a decyzjami finansowymi, co pozwala formułowania zaleceń co do świadomego kształtowania rzeczywistości, a w szczególności doboru menedżerów wykazujących lub niewykazujących nadmiernej pewności siebie ze świadomością skutków zatrudnienia takiego menedżera;

- utylitarnych – przeprowadzone badania zostały zainspirowane problemami praktycznymi, a wyniki badań są przydatne w praktyce gospodarczej oraz edukacji finansowej.

4. Omówienie pozostałych osiągnięć

4.1. Osiągnięcia naukowo-badawcze

W okresie po doktoracie (tj. od 2003r. do 2016r.) opublikowanych zostało 68 opracowań. Na tę liczbę składają się:

- artykuły w czasopiśmie naukowych z listy B MNiSW (w łącznej liczbie 42, z tego 36 w języku polskim i 6 w języku angielskim)

- rozdziały w monografiach (w łącznej liczbie 26, z tego 17 w języku polskim i 9 w języku angielskim).

Spośród wszystkich opracowań, 15 zostało opublikowanych w języku angielskim. Ponadto spośród ogółu publikacji, 11 zostało przygotowanych we współpracy z innymi osobami.

Przeciętna liczba publikacji artykułów i rozdziałów w monografiach w przeliczeniu na rok pracy wynosi 5,0.

Ponadto jestem redaktorem naukowym pięciu monografii i współredaktorem jednej.

Według stanu na 30.11.2016r. w latach 1996-2016 (tj. od rozpoczęcia pracy na UMCS) opublikowałam łącznie 84 opracowań, z tego w bazie Publish or Perish znajduje się 66. Łączna liczba cytowań dla opracowań znajdujących się w bazie wynosi 43, h-index wynosi 3, g-indeks 5, a h1,norm 3, a 11 opracowań ma liczbę cytowań większą niż 1.

Według stanu na 30.11.2016r. w latach 2003-2016 (tj. po doktoracie) opublikowałam łącznie 68 opracowań, z tego w bazie Publish or Perish znajduje się 60. Łączna liczba cytowań dla opracowań z tego okresu znajdujących się w bazie wynosi 39, h-index wynosi 3, g-indeks 5, a hl.norm 3, a 10 opracowań ma liczbę cytowań większą niż 1.

Natomiast w BazEkon znajdują się 42 opublikowane przeze mnie prace. W pozostałych bazach (Web of Science czy Google Scholar Citation) znajdują się pojedyncze opracowania.

Większość realizowanych przeze mnie projektów badawczych miała charakter niesformalizowany i prowadzone były przy niewielkim nakładzie środków publicznych. Jest to możliwe z uwagi na zakres moich zainteresowań (finanse przedsiębiorstw) oraz dostęp do danych finansowych (głównie spółek publicznych lub danych zagregowanych urzędu statystycznego). Jednak prowadzone na bazie takich danych badania nie pozwalają na pogłębione analizy a przez to nie były kompleksowe, dlatego też w toku swojej pracy naukowej ubiegałam się i korzystałam z publicznych źródeł finansowania. Łącznie uczestniczyłam w 7 sformalizowanych projektach badawczych finansowanych ze środków publicznych, w których byłam współwykonawcą lub było kierowanych przeze mnie. Ponadto ubiegałam się wielokrotnie o finansowanie zewnętrzne (głównie ze środków będących w dyspozycji Narodowego Centrum Nauki). Realizowane przeze mnie projekty badawcze przynosiły w rezultacie wymierne efekty głównie w postaci opublikowanych prac naukowych przedstawiających wyniki badań i referatów wygłoszonych na konferencjach. Publikacja prac naukowych przyczyniała się do popularyzacji badań, a wygłaszanie referatów na temat rezultatów badań własnych i zespołowych dawało szansę na wymianę oraz weryfikację poglądów, a tym samym na pogłębianie wiedzy. W całym okresie swojej pracy dążyłam też do nawiązywania kontaktów naukowych z naukowcami z polskich i zagranicznych ośrodków naukowych w celu wspólnego realizowania projektów badawczych.

W okresie 2003 - 2016 (tj. po doktoracie) uczestniczyłam w 38 konferencjach krajowych i zagranicznych (uwzględniono tu tylko konferencje, na których fizycznie byłam obecna wraz z przygotowanym referatem). Warto nadmienić, że w czasie konferencji pełniłam również funkcje przewodniczącego sesji, ale też byłam członkiem zespołu lub komitetu organizacyjnego.

W okresie mojej pracy zawodowej dwukrotnie otrzymałam nagrodę Rektora UMCS w Lublinie za indywidualne oraz zespołowe osiągnięcia w dziedzinie pracy naukowo-dydaktyczne. Innych nagród nie posiadam, ale też nigdy się o nie nie ubiegałam. Ponadto uzyskiwałam tzw. dziekański dodatek motywacyjny związany z uzyskaniem wysokiej ilości punktów za publikacje w trakcie roku.

4.2. Osiągnięcia w zakresie dorobku dydaktycznego i popularyzatorskiego oraz współpracy międzynarodowej

W ramach osiągnięć dydaktycznych na uwagę zasługuje fakt, że w okresie 2003-2016 prowadziłam 13 przedmiotów, a w szczególności:

- 1) Makroekonomia,
- 2) Analiza ekonomiczna,
- 3) Analiza finansowa,
- 4) Zarządzanie finansami,
- 5) Strategie finansowe przedsiębiorstw,

- 6) System finansowy małego i średniego przedsiębiorstwa,
- 7) Zarządzanie strukturą kapitału i polityka dywidend,
- 8) Ekonomia inwestycji,
- 9) Finansowanie działalności małych i średnich przedsiębiorstw,
- 10) Procesy tworzenia wartości przedsiębiorstw,
- 11) Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa,
- 12) Wycena wartości przedsiębiorstw,
- 13) Biznes plan.

Moje zainteresowania naukowe są spójne z prowadzonymi zajęciami dydaktycznymi. Prowadzone w latach 2003-2016 zajęcia dydaktyczne obejmowały przedmioty kierunkowe oraz specjalnościowe, wykłady i ćwiczenia, na studiach stacjonarnych i niestacjonarnych (I i II stopnia). Ponadto prowadziłam zajęcia w języku angielskim.

Prowadziłam także seminaria magisterskie oraz licencjackie – łączna liczba prowadzonych seminariów w okresie 2006-2016 wynosi 20 (oraz 2 dodatkowo w trakcie), a efektem jest wypromowanie dotychczas blisko 120 magistrów oraz 80 licencjatów. Byłam również recenzentem ponad 50 prac magisterskich i licencjackich. Wiele prac przygotowanych pod moją opieką naukową charakteryzowało się na tyle wysokim poziomem, że możliwe stało się ich opublikowanie (np.: Wyzwania strategiczne w zarządzaniu finansami przedsiębiorstwa, pod red E. Wrońska-Bukalska, Difin, Warszawa 2013, ss. 305, ISBN 978-83-7641-949-7; System finansowy małego i średniego przedsiębiorstwa, pod red E. Wrońska-Bukalska, Difin, 2015, pp. 254, ISBN 978-83-7930-483-7).

Prowadzone przez mnie zajęcia były wysoko oceniane przez studentów - uzyskiwałam wysokie noty w ocenach dokonywanych przez studentów w ankietach oceny zajęć (średnia powyżej 4,5).

W każdym roku akademickim prowadziłam zajęcia dydaktyczne znacznie przekraczające pensum, przy czym w 3 latach przekraczało ono 500 godzin, a w 3 latach 400 godzin, w pozostałych 8 latach przekraczało 300 godzin.

Aktywnie brałam udział przy współtworzeniu programów specjalności (finanse małego i średniego przedsiębiorstwa, finansowanie i opodatkowanie przedsiębiorstw, menedżer finansowy) oraz zajęć specjalnościowych. Samodzielnie przygotowywałam materiały do zajęć oraz pomocnicze dla studentów.

Pełniłam funkcję opiekuna naukowego konferencji organizowanych przez Koła Naukowe działające na Wydziale Ekonomicznym UMCS (w 2009r.) oraz doktorantów Wydziału Ekonomicznego (w 2015r. i 2016r.). Wielokrotnie brałam też udział w pracach komitetów organizacyjnych oraz zespołów zajmujących się organizacją konferencji. Podejmowałam działania w zakresie popularyzacji nauki, głównie poprzez przygotowanie projektów w ramach kilku kolejnych edycji Lubelskiego Festiwalu Nauki.

Byłam recenzentem opracowań kierowanych do publikacji zarówno w czasopiśmie naukowych, jak i monografiach (np.: Przedsiębiorczość – podstawy ekonomii dla nieekonomistów, autor – A. Wójcik, Wyd Fundacja VCC, Lublin 2014, ss. 148, ISBN 978-83-7979-073-9).

Inicjowałam nawiązanie kontaktów oraz współpracy z naukowcami w kraju i za granicą. Współpraca ta w dużej mierze dotyczyła projektów badawczych, efektem których są przygotowane (bądź będące w trakcie przygotowania) opracowania naukowe. Angażowałam się w szereg projektów o charakterze praktycznym (jako wykonawca, ekspert czy beneficjent), wymagających bezpośredniego kontaktu z przedsiębiorcami i uczestniczenia w życiu

gospodarczym, szczególnie w czasie pracy w Ministerstwie Przekształceń Własnościowych (a później Skarbu Państwa) oraz Biomed Lublin WSiS SA.

Byłam też członkiem (głównym wykonawcą) zespołu sporządzającego ekspertyzę na zamówienie organów władzy publicznej (Ministerstwa Skarbu Państwa w 2009).

Na szczególną uwagę zasługuje moje uczestnictwo w projekcie finansowym ze środków unijnych, a odnoszące się do zwiększania transferu wiedzy i wzmocnienia powiązań między nauką a biznesem (Nowy model kompleksowej obsługi potrzeb innowacyjnych przedsiębiorstw – INNO-BROKER). Projekt miał charakter nowatorski na skalę krajową i polegał na opracowaniu i wdrożeniu ogniwa pośredniczącego między przedsiębiorcami a sektorem nauki, instytucji otoczenia biznesu i administracji w celu wsparcia działań B+R przedsiębiorców. Projekt był realizowany we współpracy z Lubelskim Parkiem Naukowo-Technologicznym. W projekcie tym uczestniczyłam na różnych jego etapach (ekspert ds. opracowania wstępnej wersji produktu finalnego sylwetki INNO-BROKERA, autor podręcznika dla kandydatów na INNO-BROKERÓW w zakresie ekonomii, finansów oraz zarządzania projektami, współautor strategii wdrażania produktu, ekspert ds. opracowania ostatecznej wersji produktu finalnego, opracowanie podręcznika modelu INNO-BROKER w części dotyczącej opis modelu inno-broker, w tym innowacyjności modelu inno-broker, rekrutacja inno-brokerów, procesu szkolenia, zakresu świadczonych usług).

Jestem wykładowcą, ale też sama dążę do stałego podwyższania swojej wiedzy i kompetencji poprzez uczestnictwo w szkoleniach, co potwierdzone jest posiadaniem certyfikatów.

Elżbieta Włodko - Budulska

